

บทความวิจัย

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)

จิรวัดน์ พรหมสุวรรณ* และนางนภัส แก้วพลอย

มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

อีเมล: Jirawat.b1996@gmail.com

บทคัดย่อ

การวิเคราะห์หลักทรัพย์มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากทำให้ทราบมูลค่าหลักทรัพย์ที่เหมาะสมและนักลงทุนสามารถนำข้อมูลที่ได้รับไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ วัตถุประสงค์ของการวิจัย 1) ศึกษาตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าของหลักทรัพย์ 2) พยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะการเงินและอัตราส่วนทางการเงิน 3) พยากรณ์มูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) การศึกษาครั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ ระหว่างปี พ.ศ. 2562 - 2566 วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาและเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ

ผลการวิจัยพบว่า 1) ดัชนีการขายส่งและดัชนีผู้บริโภคประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อรายได้รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนดัชนีราคาการส่งออกและเวลามีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อรายได้รวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 2) การพยากรณ์รายได้ ปี พ.ศ. 2567-2571 บริษัทมีรายได้เพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปี 3) จากการพยากรณ์มูลค่าหลักทรัพย์ พบว่าอยู่ในช่วง 13.88 – 18.84 บาทต่อหุ้น การที่บริษัทมีรายได้เพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปี ส่งผลดีต่อบริษัทและนักลงทุน ส่วนราคาต่อหุ้นในตลาดต่ำกว่าที่พยากรณ์ได้ เนื่องจากราคาต่อหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม อย่างไรก็ตาม ผลการพยากรณ์อยู่ในเกณฑ์ที่สามารถลงทุนได้ โดยมีความเสี่ยงต่ำที่ราคาต่อหุ้นจะลดลง เนื่องจากพื้นฐานเดิมของบริษัทมีความแข็งแกร่งทางการเงินค่อนข้างสูง รวมทั้ง ผู้บริหารมีนโยบายในการบริหารการเงินที่เข้มงวด

คำสำคัญ: วิเคราะห์หุ้น, บริษัทยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน), อุตสาหกรรมกระดาษคราฟท์

Received: 17 July 2024, Revised: 10 September, 2024, Accepted: 9 October, 2024

* Corresponding author

SECURITIES ANALYSIS OF UNITED PAPER PUBLIC COMPANY LIMITED

Jirawat Promsuwan and Nongnapat Keawploy***

University of the Thai Chamber of Commerce

Email: Jirawat.b1996@gmail.com

Abstract

Securities analysis is essential to the economy because it indicate the appropriate value of securities and enabling investors to make investment decisions effectively. The purpose of the study is to 1) study the variables affecting the value of securities. 2) To forecast the financial performance, financial position, and financial ratios. 3) To predict the stock value of United Paper Public Company Limited. This study collected secondary data during 2019 - 2023 and analyzed the data using descriptive statistics and multiple regression analysis techniques.

The results of the research found that: 1) the wholesale price index (WPI) and the consumer price index of Thailand (CPA) have a statistically significant negative relationship with total revenue (REV) at the 0.05 level, while the export price index (EXI) and time have a statistically significant positive relationship with total revenue (REV) at the 0.00 level. 2) The revenue forecast for 2024 - 2028 indicates a continuous annual increase. 3) The stock value forecast shows a range between 13.88 - 18.84 THB per share. The company's revenue is expected to increase consistently each year, which benefits both the company and investors. The market price per share is lower than the forecasted value, as it is below the fair value. However, the forecast results suggest that the stock is still investable, with a low risk of price decline. This is because the company has strong financial fundamentals, and the management has strict financial policies.

Keywords: Stock Analysis, SET, Kraft Paper Industry

* Corresponding author

บทนำ (Introduction)

บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมผลิตกระดาษคราฟท์รายใหญ่ในประเทศไทย (สินีพร มฤคพิทักษ์, 2563) ยังไม่มีคู่แข่งโดยตรงที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงสนใจศึกษาบริษัทดังกล่าว บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดทำการซื้อขาย วันจันทร์ - ศุกร์ เวลา 10.00 - 12:30 และ 14.30 - 16.30 น. (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567ก) โดยอยู่ในการดูแลของหน่วยงานต่างๆ ประกอบด้วย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand)

แนวคิดและทฤษฎีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน เป็นกระบวนการศึกษาข้อมูลต่างๆ ที่มีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงจากการลงทุนและมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยการวิเคราะห์จากบนลงล่าง (Top-down approach) (Cashury, 2564) สามารถแบ่งการวิเคราะห์ได้ 3 ระดับ (นงนภัส แก้วพลอย และเฉลิมพงษ์ อัครเศรษฐการ, 2567) ดังนี้

1. การวิเคราะห์ระดับมหภาค (Economic Analysis) คือ การวิเคราะห์ภาพรวมของเศรษฐกิจ สังคม การเงิน และตลาด โดยการใช้แนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ มาช่วยในการวิเคราะห์

1.1 การวิเคราะห์เศรษฐกิจและวัฏจักรเศรษฐกิจ คือ การเปลี่ยนแปลงขึ้นหรือลงทางเศรษฐกิจที่หมุนเวียนเปลี่ยนแปลงสลับกันไปเรื่อย ๆ จนครบรอบ แบ่งเป็น 4 ระยะ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) ได้แก่

1) ระยะเศรษฐกิจฟื้นตัว (Recovery Expansion) คือ ช่วงที่เศรษฐกิจเริ่มปรับตัวดีขึ้น หลังจากผ่านจุดตกต่ำที่สุด โดยในระยะนี้จะมีความต้องการสินค้าและบริการสูงขึ้น ทำให้มีการเพิ่มกำลังการผลิต รวมถึงมีการลงทุนและมีการจ้างงานเพิ่มสูงขึ้น

2) ระยะเศรษฐกิจรุ่งเรือง (Peak) คือ ช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในจุดที่ดีที่สุด มีการเติบโตอย่างแข็งแกร่งและมีประสิทธิภาพสูงที่สุด ทั้งในด้านการผลิตและการบริโภค รวมถึงมีการขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่อง

3) ระยะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) คือ ระยะที่เริ่มมีการช่วงชิงทรัพยากรการผลิต เนื่องจากเริ่มขาดแคลนวัตถุดิบและปัจจัยการผลิตต่าง ๆ ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตปรับตัวสูงมากขึ้น และเกิดอัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวและนำไปสู่การลดกำลังการผลิตในอุตสาหกรรมต่าง ๆ เป็นลูกโซ่ รวมถึงมีการจ้างงานลดลง

4) ระยะเศรษฐกิจตกต่ำ (Depression) คือ ระยะที่เศรษฐกิจอยู่ในระดับต่ำที่สุด การลงทุนโดยภาพรวมลดลงและมีอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่สูงขึ้น เนื่องจากเพิ่มความเข้มงวดให้แก่นโยบายการเงิน เพื่อชะลอภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้น จึงนับว่าครบรอบของวัฏจักรเศรษฐกิจ หลังจากนั้นจะหมุนเวียนกลับเข้าสู่ระยะเศรษฐกิจฟื้นตัว (Recovery Expansion) ใหม่อีกครั้ง

1.2 ทฤษฎี PESTEL Analysis คือ การวิเคราะห์ปัจจัยภายนอกที่จะส่งผลกระทบต่อปัจจัยมหภาค ทั้งทางบวกและทางลบ (โสภณ แยมกสิน, 2567; เกตุณภัส ตั้งพลึงกุล, 2560) ประกอบด้วย 6 ด้าน ได้แก่

1) ปัจจัยทางการเมือง (Political) คือ การวิเคราะห์สภาวะการเมืองในปัจจุบันและผลที่อาจจะเกิดในอนาคต เช่น การวิเคราะห์เสถียรภาพของรัฐบาล เป็นต้น

2) ปัจจัยด้านเศรษฐศาสตร์ (Economics) คือ การวิเคราะห์ภาพรวมทางเศรษฐกิจ รวมถึงการวิเคราะห์และจับตามองการเคลื่อนไหวของธนาคารกลางในการออกนโยบายทางการเงิน (ดราวรรณ วิรุฬผล, 2555)

3) ปัจจัยด้านสังคม (Social) คือ การวิเคราะห์วิถีการดำรงชีวิตของคนในสังคม ทั้งในปัจจุบันและอนาคต เช่น อายุประชากร ขนาดประชากร อัตราการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของประชากร เป็นต้น (दारारवरन वरुणफल, 2555)

4) ปัจจัยด้านเทคโนโลยี (Technological) คือ การวิเคราะห์การพัฒนาและเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี ที่อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจและตลาดทุน (दारारवरन वरुणफल, 2555)

5) ปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental) คือ การวิเคราะห์การอนุรักษ์และการปรับปรุงสภาวะแวดล้อม ในด้านต่าง ๆ เช่น แหล่งน้ำ สภาพอากาศ การปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ เป็นต้น

6) ปัจจัยด้านกฎหมาย (Legal) คือ การวิเคราะห์กฎและข้อบังคับต่างๆ ทั้งในระดับท้องถิ่น ระดับชาติและระดับโลกที่ส่งผลกระทบต่อธุรกิจและตลาดทุน นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยหรือตัวชี้วัดอื่น ๆ ที่สามารถบ่งบอกถึงสภาวะเศรษฐกิจ ในปัจจุบันหรือแนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคต และอาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนของสินค้าและบริการในอนาคต

2. การวิเคราะห์ระดับอุตสาหกรรม (Industry Analysis) คือ การวิเคราะห์ปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อ ภาพรวมของอุตสาหกรรม โดยใช้แนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ ในการวิเคราะห์ ได้แก่

1) การวิเคราะห์การกระจุกตัวและการแข่งขันในอุตสาหกรรม โดยการแข่งขันในอุตสาหกรรม แบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่ (1) ตลาดแข่งขันสมบูรณ์ คือ ตลาดที่สินค้ามีลักษณะใกล้เคียงกันมาก มีผู้ซื้อและผู้ขายจำนวนมาก จนไม่มีใครมีอิทธิพลในการกำหนดราคา และราคามักจะเป็นไปตามกลไกของตลาด จากอุปสงค์และอุปทานของผู้บริโภคเป็นหลัก (2) ตลาดแข่งขันไม่สมบูรณ์ คือ ตลาดที่สินค้ามีลักษณะแตกต่างกัน มีผู้ซื้อและผู้ขายจำนวนไม่มาก ผู้ขายในตลาดจึงสามารถ กำหนดราคาสินค้าของตนเองได้ โดยตลาดแข่งขันไม่สมบูรณ์ สามารถแบ่งได้เป็น 3 ประเภท ได้แก่ ตลาดผูกขาดที่แท้จริง ตลาดกึ่งแข่งขันกึ่งผูกขาดและตลาดผู้ขายน้อยราย (นุวีร์ ลักษณะกุลตัน, 2561)

2) การวิเคราะห์ด้วย Porter's Five Forces Model ได้แก่ (1) การแข่งขันภายในอุตสาหกรรม (2) ภัยคุกคามจากการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ (3) อำนาจในการต่อรองของผู้ซื้อ (4) อำนาจในการต่อรองของผู้ขาย (5) ภัยคุกคามจากสินค้าทดแทน ถ้าหากอุตสาหกรรมหรือบริษัทมีอำนาจการต่อรองอยู่ในระดับสูง และมีภัยคุกคามในระดับ ต่ำ แสดงว่ามีความได้เปรียบสูง (กรมส่งเสริมอุตสาหกรรม, 2563; คำอุน เจริญยิ่ง และอักรนันท์ คิตสม, 2556)

3. การวิเคราะห์ระดับบริษัท (Security Analysis) คือ กระบวนการที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เพื่อพิจารณาความน่าสนใจในการลงทุน โดยวิเคราะห์จากข้อมูลต่าง ๆ เช่น ลักษณะการดำเนินงานของบริษัท สินค้าและผลิตภัณฑ์ กลยุทธ์ในการดำเนินกิจการ ความสามารถในการแข่งขัน รวมถึงผลการดำเนินงาน เช่น ความสามารถในการทำ กำไร ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ สภาพคล่องและอัตราส่วนทางการเงิน เป็นต้น

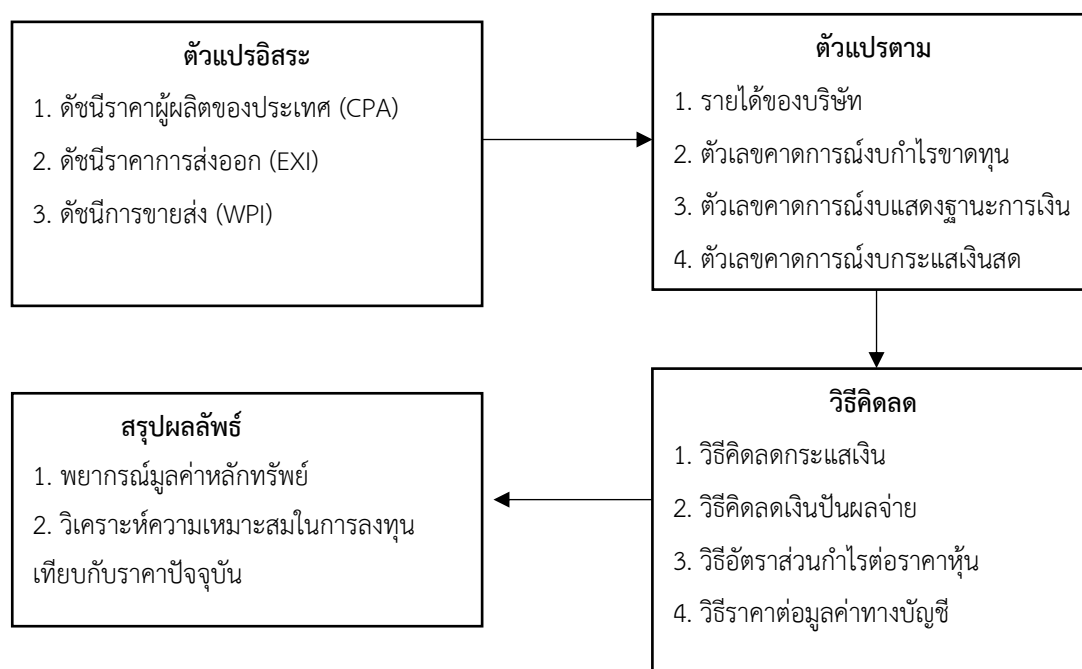
นอกจากนี้ สามารถวิเคราะห์บริษัทจากแนวคิดและทฤษฎี Porter's Five Forces Model ได้ในลักษณะเดียวกับการวิเคราะห์อุตสาหกรรม และสามารถนำแนวคิดและทฤษฎี SWOT Analysis มาช่วยในการวิเคราะห์จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและอุปสรรคที่ส่งผลกระทบต่อบริษัทได้ การวิเคราะห์ภาพรวมของบริษัทในด้านต่าง ๆ เพื่อนำข้อมูลมาใช้ประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (ธนภณ นิธิเชาวกุล, 2565) อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนควรเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ทั้งนี้ แนวคิดและทฤษฎีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมีความสำคัญ เนื่องจากการประเมินมูลค่า (Valuation) จะทำให้ทราบถึงมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) และสามารถนำข้อมูลที่ได้รับไปใช้ในการตัดสินใจก่อนที่จะลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

แนวโน้มตลาดหุ้นในตอนนี้อยู่ในสภาวะที่ค่อนข้างน่ากังวล ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของ 1) ความเชื่อมั่นทางการเมือง 2) อัตราดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทนตลาด (Risk Market Rate) ที่น้อยกว่าประเทศอื่น รวมถึงผลตอบแทนที่ปราศจากความ

เสี่ยง (Risk Free Rate) 3) ความเชื่อมั่นเรื่องความเข้มงวดในการตรวจสอบของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เกี่ยวกับการคอร์ปชั่นของบริษัทหลังจากระดมทุนเสร็จสิ้น 4) ทิศทางเศรษฐกิจของประเทศไทยที่มีความสามารถในการเติบโตค่อนข้างต่ำ เมื่อเทียบกับประเทศใกล้เคียง เช่น เวียดนาม (ธนาคารกสิกรไทย, 2567)

อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นมีความสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุน คือ 1) บริษัทมีรายได้สม่ำเสมอ กระแสเงินสดดี 2) บริษัทมีผลิตภัณฑ์ที่สามารถแข่งขันในตลาดได้ในระยะยาว 3) ราคาหุ้นต้องไม่สูงมากเกินไปจนมูลค่าแท้จริงหรือราคาที่เหมาะสม (Fair Value) หากราคาหุ้นอยู่ในระดับที่สามารถลงทุนได้ นักลงทุนก็จะสามารถลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น เนื่องจากสามารถบริหารความเสี่ยงในการลงทุนได้มีประสิทธิภาพมากขึ้นเช่นเดียวกัน เช่น ถ้าราคาหุ้นลดลงจนต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม มีแนวโน้มที่บริษัทจะซื้อหุ้นคืนเพื่อรักษาเสถียรภาพ และหากประเมินว่าบริษัทไม่มีความเสี่ยงทางการเงินหรือบริษัทดำเนินงานแล้วเกิดผลขาดทุน ก็มีโอกาสที่ราคาจะกลับมาที่ราคาเหมาะสมค่อนข้างสูง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565) อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นสามารถส่งผลกระทบต่อนักลงทุนและผู้บริหาร ถ้าราคาหุ้นสูงขึ้นนักลงทุนและผู้บริหารจะได้รับผลประโยชน์ ดังนี้ 1) นักลงทุนจะได้รับผลประโยชน์จากส่วนต่างของราคาและเงินปันผล 2) ผู้บริหารจะได้ผลประโยชน์จากค่าตอบแทนรูปแบบโบนัสหรือบริษัทจ่ายเป็นหุ้นเพื่อเพิ่มแรงจูงใจในการบริหาร (มูจจรินทร์ วัฒนะสถิตย์ และสุภา ทองคง, 2565)

กรอบแนวคิดการวิจัย (Conceptual Framework)



ภาพประกอบที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Objective of the Research)

- 1) ศึกษาตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าของหลักทรัพย์ของบริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)
- 2) พยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะการเงินและอัตราส่วนทางการเงิน ปี พ.ศ. 2567-2571
- 3) พยากรณ์มูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)

วิธีวิจัย (Research Methodology)

การศึกษารังนี้ เป็นการวิเคราะห์มูลค่าของหลักทรัพย์ บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) ประกอบด้วย 2 ขั้นตอน ดังนี้

1. การเก็บรวบรวมข้อมูล

1.1 การเก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทยูไนเต็ดเปเปอร์ จำกัด (มหาชน) ประกอบด้วย ข้อมูลภาพรวมบริษัท, ผลการดำเนินงานบริษัท, ฐานะการเงินและอัตราส่วนทางการเงิน โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจาก เว็บไซต์ของบริษัทยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน), เว็บไซต์คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2566), เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, สำนักงานนโยบายและยุทธศาสตร์การค้า รวมทั้ง บทสัมภาษณ์ของผู้บริหารระดับสูงใน OOPDAY (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567ข)

2. การวิเคราะห์ข้อมูล

2.1 ผู้วิจัยนำข้อมูลรายได้ ระยะเวลา 5 ปี ย้อนหลัง ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2562 - 2566 มาเปรียบเทียบกับดัชนีราคาผู้ผลิตของประเทศ (CPA), ดัชนีราคาการส่งออก (EXI) และดัชนีการขายส่ง (WPI) เนื่องจากบริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจอุตสาหกรรมผลิตกระดาษคราฟท์ ที่มีผลต่อการนำเข้าส่งออกจึงเลือกใช้ดัชนีดังกล่าว เพื่อหาทิศทางของรายได้ เทียบกับดัชนีที่มีความเชื่อมโยงกับรายได้บริษัท

2.2 นำชุดข้อมูลมาพยากรณ์หารายได้ในอนาคต ระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า เพื่อจำลองงบการเงินทั้งหมด

2.3 นำข้อมูลกระแสเงินสดและเงินปันผล มาคิดลดเพื่อหามูลค่าที่เหมาะสมของ ปี พ.ศ. 2567

2.4 นำข้อมูล ปี พ.ศ. 2567 มาคำนวณอัตราส่วน P/E, P/BV เพื่อหามูลค่าที่เหมาะสม (ธนวัฒน์ สุทัศน์ ณ อยุธยา, 2567; กชิต์เดช ตรังเกษตรสิน, เกษฎา ประสมศรี และอานนท์ วัฒนอมรูป, 2564)

2.5 นำมูลค่าที่เหมาะสมมาอธิบายความเหมาะสมในลงทุนเทียบกับราคาปัจจุบัน ณ วันที่ 21 สิงหาคม 2567

2.6 วิเคราะห์ SWOT เพื่อวิเคราะห์สภาพแวดล้อมและศักยภาพ ซึ่งเป็นเครื่องมือประเมินสถานการณ์ในการประกอบธุรกิจ (ธนภณ นิธิเชาวกุล, 2565), วิเคราะห์ PESTEL เพื่อทำให้เห็นภาพรวมธุรกิจอย่างชัดเจน (ดาราวรรณ วิรุฬหผล, 2555) นอกจากนี้ วิเคราะห์ความได้เปรียบในการแข่งขัน โดยวิเคราะห์ข้อมูลระดับอุตสาหกรรมและวิเคราะห์ 5 FORCES เพื่อช่วยให้ผู้ประกอบการตัดสินใจได้ว่าควรวางกลยุทธ์ธุรกิจอย่างไร

2.7 นำข้อมูลที่ได้มาใช้ชี้วัดทิศทางของบริษัทและศักยภาพของบริษัท เพื่อนำมาตัดสินใจว่าควรลงทุนในระยะสั้นหรือระยะยาว

นอกจากนี้ ผู้วิจัยนำข้อมูลมาวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics), การทดสอบ Lagrange Multiplier (LM-Test) และ Ordinary least squares (OLS)

สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล (Research Conclusions and Discussion)

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) สามารถสรุปผลการวิจัย ดังนี้

1) การพยากรณ์รายได้ ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2567 - 2571 บริษัทยูไนเต็ดเปเปอร์ จำกัด (มหาชน) มีรายได้เพิ่มมากขึ้นทุกปีอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นผลดีต่อบริษัทและนักลงทุน เพราะการมีรายได้มากขึ้น หมายถึง การที่บริษัทมียอดขายมากขึ้นและมีแนวโน้มจะลงทุนเพิ่มกับเครื่องจักรที่ใช้ในการผลิต เพื่อตอบสนองต่อยอดขายที่เพิ่มขึ้นในอนาคต

ตารางที่ 1 การพยากรณ์รายได้

ปี	2567	2568	2569	2570	2571
รายได้	4,287,667,798.42	4,502,051,188.34	4,592,092,212.11	4,683,934,056.35	4,777,612,737.47

2) การพยากรณ์ราคาหุ้นของบริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)

จากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการที่แตกต่างกัน 3 วิธีหลัก คือ วิธีคิดลดกระแสเงินสด วิธีคิดลดเงินปันผล และวิธีสัมพันธ์ พบว่ามูลค่าที่คำนวณได้ไม่มีความแตกต่างกัน งานวิจัยครั้งนี้ เพื่อนำผลการวิเคราะห์มาสร้างสมการพยากรณ์รายได้ จากนั้นนำรายได้รวมที่ได้ไปประมาณการผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของบริษัท ปี พ.ศ. 2566 - 2571 นอกจากนี้ นำผลการดำเนินงานและฐานะการเงิน มาใช้วิเคราะห์และประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของ บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)

วิธีที่ 1 วิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) คือ การนำกระแสเงินสดอิสระ (กระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นได้จากกิจการ) มาคิดลดด้วยต้นทุนของเงินทุนกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน รวมเป็นมูลค่ากิจการและคิดลดมูลค่าเงินไปถึงเงินในระยยะอนันต์ (นงนภัส แก้วพลอย และเฉลิมพงษ์ อัครเศรษฐการ, 2567; ธนวัฒน์ สุทัศน์ ณ อยุธยา, 2567) ได้มูลค่าหลักทรัพย์เท่ากับ 18.84 บาท

วิธีที่ 2 การคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model : DDM) คือ การคิดลดเงินปันผลในแต่ละปีให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน (ธนวัฒน์ สุทัศน์ ณ อยุธยา, 2567) ได้มูลค่าหลักทรัพย์เท่ากับ 15.19 บาท

วิธีที่ 3 วิธีสัมพันธ์ คือ การเปรียบเทียบราคาของหลักทรัพย์กับตัวแปรที่แสดงความสามารถในการดำเนินกิจการที่เป็นอยู่ในตลาดขณะนั้น โดยอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นที่นิยม งานวิจัยนี้เลือกใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไร (price/earnings ratio : P/E) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (price/book value ratio : P/BV) มาคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ ด้วยวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อกำไร (ธนวัฒน์ สุทัศน์ ณ อยุธยา, 2567) ได้มูลค่าหลักทรัพย์เท่ากับ 13.88 บาท ส่วนวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อ มูลค่าตามบัญชีเท่ากับ 14.63 บาท

จากการประเมินมูลค่าบริษัท 3 วิธี ผู้ศึกษามีความคิดเห็น ดังนี้

1) การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพันธ์มีข้อเสีย คือ ราคาหุ้นอาจจะสะท้อนตามผลประกอบการมากกว่ามูลค่าทางบัญชี ดังนั้น จึงไม่เหมาะกับกิจการที่มีสินทรัพย์หลักอยู่นอกงบการเงิน และหากบริษัทขาดทุนจะทำให้มูลค่าทางบัญชีลดลง

2) วิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) มีข้อเสีย คือ การประเมินกระแสเงินสดในอนาคต ความยากในการใส่สมมติฐาน เช่น ต้นทุนของหนี้ ต้นทุนของผู้ถือหุ้น การเติบโตระยะอนันต์และจำนวนปี

3) วิธีคิดลดเงินปันผล (DDM) เป็นการประเมินมูลค่าแบบสมบูรณ์ (absolute valuation) หมายถึง ตัวเลขที่ได้เป็นตัวเลขที่สมบูรณ์ในตัวเอง สามารถบ่งบอกถึงมูลค่าของกิจการได้ โดยไม่จำเป็นต้องเปรียบเทียบกับกิจการอื่น วิธีนี้ไม่ได้รวมผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหุ้น ทำให้มูลค่าที่ประเมินได้ค่อนข้างต่ำ เหมาะสำหรับสินทรัพย์ที่ราคาเปลี่ยนแปลงน้อยและคาดการณ์เงินปันผลง่าย เช่น ตราสารหนี้ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานและหุ้นสาธารณูปโภค เป็นต้น อย่างไรก็ตาม การคิดลดเงินปันผลไม่เหมาะกับหุ้นที่มีการเติบโตสูง เพราะเงินปันผลมีโอกาสเติบโตสูงกว่าปกติ ทำให้ค่าการเติบโตผิดไปจากความเป็นจริง วิธีการคำนวณที่พบค่าใกล้เคียงจำนวนจริงมากที่สุด คือ วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี เนื่องจากบริษัท ยูไนเต็ดเปเปอร์ จำกัด (มหาชน) มีสินทรัพย์สภาพคล่องสูง จึงเหมาะกับการประเมินมูลค่าด้วยการประเมินมูลค่าหุ้นกับสินทรัพย์ของบริษัทเป็นหลัก

4) ราคาต่อหุ้นในตลาดต่ำกว่าที่พยากรณ์ได้ ผลการพยากรณ์อยู่ในเกณฑ์ที่สามารถลงทุนได้ เนื่องจากราคายังต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมของบริษัท ซึ่งราคาในตลาด ณ วันที่ 21 สิงหาคม 2567 เท่ากับ 11.00 บาท/หุ้น ถือว่าต่ำกว่าราคาเฉลี่ยของทั้ง 3 วิธี จึงเป็นราคาที่มีความเสี่ยงที่ราคาหุ้นจะตกลงมาอีกค่อนข้างต่ำ เนื่องจากพื้นฐานเดิมของบริษัทมีความแข็งแกร่งทางการเงินค่อนข้างสูง เนื่องจากผู้บริหารมีนโยบายในการบริหารการเงินที่เข้มงวด ไม่ก่อหนี้ระยะยาว รวมทั้ง ไม่ลงทุนในโครงการที่มีขนาดใหญ่ จนกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนจะมีความเหมาะสมต่อการลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567ข) จากการพิจารณาลักษณะในการบริหารธุรกิจแบบไม่พึ่งพาการก่อหนี้ระยะยาว พบว่าผู้บริหารของบริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) เคยมีประสบการณ์ด้านการก่อหนี้เพื่อลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ ในปี พ.ศ. 2540 แต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ จึงได้มุ่งมั่นดำเนินธุรกิจแบบไม่ก่อหนี้สินระยะยาวเพื่อลดความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ และบริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) มีการเติบโตของรายได้ต่อปีที่ค่อนข้างสม่ำเสมอ ดังที่แสดงในตารางที่ 4

5) แนวโน้มบริษัทเป็นบวกมีทิศทางกำไรเติบโตต่อเนื่องอย่างมั่นคงแสดงถึงอัตราการเติบโตของรายได้ที่มีการเติบโตเฉลี่ยต่อปี 4.93 % และมีการลดลงของรายได้ในปี พ.ศ. 2566 เนื่องจากต้นทุนที่สูงขึ้นทำให้ออขายลดลง ดังที่แสดงในตารางที่ 6

ทั้งนี้ ลูกหนี้การค้ายังมีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ย ระยะเวลา 5 ปี ที่ 4.93 % แสดงถึงแนวโน้มรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการให้เครดิตแก่ลูกค้า ทั้งนี้ การเติบโตของรายได้และกำไรของบริษัทมีความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจของประเทศไทย ดังที่แสดงในตารางที่ 6

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบ Ordinary least squares (OLS)

Variables	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
Const	1.02761e+06	754194	1.363	0.1828	
WPI	- 3653.41	1761.13	-2.074	0.0464	**
CPA	- 6423.10	3098.07	-2.073	0.0465	**
EXI	20876.7	3431.07	6.085	9.65e-07	***
Time	16738.7	3886.20	4.307	0.0002	***

จากตารางที่ 2 การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) เพื่อหาค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัท โดยใช้ข้อมูล Time Series ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) โดยใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2562 - 2567 ผลการวิจัยพบว่า ดัชนีการขายส่ง (WPI) และดัชนีผู้บริโภคประเทศไทย (CPA) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อรายได้รวม (REV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนดัชนีราคาการส่งออก (EXI) และเวลา (Time) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อรายได้รวม (REV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.00 โดยค่า R-squared และ Adjusted R-squared มีค่าสูง 0.85 และ 0.82 ตามลำดับ แสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายข้อมูลได้ดี โดย F - statistic มีค่าสูง 26.743 และ p-value (F) มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงว่าแบบจำลองสามารถอธิบายข้อมูลได้ดี

ตารางที่ 3 ค่าสถิติ Lagrange Multiplier (LM - Test)

วิธีการทดสอบ	T-Statistic	P-valued	ผลที่ได้รับ
Breush - Godfrey	3.36278	0.0234	ไม่พบปัญหา

จากตารางที่ 3 การทดสอบสหสัมพันธ์เชิงอนุกรม (Autocorrelation) โดยวิธี Serial Correlation LM Test พบว่าค่า p - value เท่ากับ 0.0234 น้อยกว่า 0.50 แสดงว่าพบปัญหาในการทดสอบสหสัมพันธ์เชิงอนุกรม

ตารางที่ 4 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Variables	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.	C.V.	Skewness
CPA	313.84	313.15	297.20	339.10	11.853	0.037769	0.70487
WPI	213.68	208.63	162.23	272.72	30.059	0.14067	0.36256
EXI	107.35	106.44	87.410	130.74	11.839	0.11028	0.33378

ตารางที่ 5 ค่าเฉลี่ยของรายได้จากการขายของบริษัท ระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2562 - 2566)

ปี	2566	2565	2564	2563	2562	ค่าเฉลี่ย
อัตราการเติบโตของรายได้จากการขาย	-17.82	8.00	28.91	4.86	-8.49	3.09

จากงบแสดงฐานะการเงินของบริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2562 - 2566 สามารถคำนวณค่าเฉลี่ยของลูกหนี้การค้าของบริษัท ระยะเวลา 5 ปี ได้ตามตารางที่ 5 พบว่าค่าเฉลี่ยมีค่าเท่ากับ 4.93% ทั้งนี้ ในปี พ.ศ. 2566 แสดงว่ารายได้ของบริษัทลดลง เนื่องจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ ดังนั้น จึงส่งผลกระทบทำให้มูลค่าการส่งออกลดลง (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2566)

ตารางที่ 6 ค่าเฉลี่ยของลูกหนี้การค้าของบริษัท ระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2562 - 2566)

ปี	2566	2565	2564	2563	2562	ค่าเฉลี่ย
ลูกหนี้การค้า	-7.80 %	-11.09%	26.66%	24.68%	-7.80%	4.93%

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์แบบวิธีคิดลดกระแสเงินสด

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยการใช้คิดลดกระแสเงินสดที่ประมาณว่าจะได้จากหลักทรัพย์ในอนาคตมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน เป็นรากฐานของการวิเคราะห์เพื่อการตัดสินใจทางการเงิน ตัวแบบคิดลดที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย ได้แก่ ตัวแบบจำลองคิดลดเงินปันผล และตัวแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับผู้ถือหุ้น และตัวแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับบริษัท สำหรับงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยใช้วิธีการการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยการคิดลดกระแสเงินสด การคิดลดเงินปันผลและวิธีสัมพัทธ์

1. การคิดลดกระแสเงินสด การคำนวณจากสูตรข้างต้น พบว่ามูลค่าที่เหมาะสม เท่ากับ 18.84 บาท

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

$$FV = DCF \cdot (1+r)^n$$

$$DPV = \sum_{t=0}^N \frac{FV_t}{(1+r)^t}$$

ตารางที่ 7 การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยการคิดลดกระแสเงินสด

รายการ	2567F	2568F	2569F	2570F	2571F
รายได้ก่อนดอกเบี้ยและภาษี	1,087,634,078	1,141,057,055	1,163,494,705	1,186,381,108	1,209,725,240
อัตราภาษี	12.43 %	12.43 %	12.43 %	12.43 %	12.43 %
รายได้ก่อนดอกเบี้ยและภาษี*(1-อัตราภาษี)	952,416,188	999,197,462	1,018,845,598	1,038,886,696	1,059,328,615
+ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	242,701,853	272,646,780	299,106,651	322,487,064	343,146,412
- ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	250,000,000	250,000,000	250,000,000	250,000,000	250,000,000
- การเปลี่ยนแปลงเงินทุนในการทำงาน	267,933,453	79,064,948	26,903,521	27,246,951	24,125,239
= กระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ	648,089,034	887,974,393	963,526,589	986,531,314	1,013,017,121
- ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย	68,545	-	-	-	-
+ เงินกู้สุทธิ	-2,389,392.49	-1,696,347.11	-	-	-
= กระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น	645,631,097	886,278,046	963,526,589	986,531,314	1,013,017,121
+ มูลค่าสุดท้าย	-	-	-	-	14,037,417,939
= รวมกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น	645,631,097	886,278,046	963,526,589	986,531,314	15,050,435,060
มูลค่าปัจจุบัน	645,631,097	787,092,574.98	759,933,083.71	691,000,477.25	9,362,080,055.33
มูลค่าปัจจุบันสุทธิ	12,245,737,288				
ราคาที่เหมาะสม	18.84				

2. การคิดลดเงินปันผล (DDM) เป็นการคิดลดเงินปันผลในแต่ละปีให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน การคำนวณจากสูตรข้างต้นพบว่ามูลค่าที่เหมาะสม 15.19 บาท

$$P = \frac{D * (1 + g)}{(K - g)}$$

ตารางที่ 8 การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยการคิดลดเงินปันผล

การประเมินมูลค่าหุ้นที่คำนวณจากการคิดลดกระแสเงินสดจาก ปี พ.ศ. 2571 ลงมาปี พ.ศ. 2567 ดังนี้

รายการ	2567F	2568F	2569F	2570F	2571F
พยากรณ์เงินปันผล	1.10	1.15	1.18	1.20	1.22
+ มูลค่าสุดท้าย	-	-	-	-	16.94
ผลตอบแทนรวม	1.10	1.15	1.18	1.20	18.16
มูลค่าปัจจุบัน	1.10	1.07	1.01	0.96	11.30
มูลค่าที่เหมาะสม	15.19				

การวิเคราะห์ปัจจัยภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อบริษัท เพื่อคาดการณ์แนวโน้มการดำเนินธุรกิจ ด้วย Pestel Analysis

การวิเคราะห์ปัจจัยภายนอกที่อาจส่งผลกระทบต่อ บริษัท ยูโนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567ข) สามารถสรุปได้ ดังนี้

1. ด้านการเมือง พบว่าการเมืองของประเทศไทยค่อนข้างไม่มีเสถียรภาพ การออกนโยบายของรัฐบาลที่จะนำมาช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจมีไม่มากนัก จึงอาจทำให้เศรษฐกิจมีการเติบโตที่ค่อนข้างช้า รวมถึงบริษัทที่เป็นผู้ผลิตกระดาษคราฟท์รายใหญ่ TOP 5 ของประเทศไทยได้รับผลกระทบด้านการขายสินค้า ดังนั้น จึงอาจส่งผลให้บริษัทไม่สามารถเติบโตได้มากนัก
2. ด้านเศรษฐกิจ พบว่าประเทศไทยมีการเติบโตที่ค่อนข้างช้า จึงอาจจะทำให้บริษัทมีปริมาณการขายที่เติบโตช้ากว่าเป้าหมายที่กำหนด ดังนั้น บริษัทจึงเน้นการขายสินค้าเกรดพรีเมียมแทนในช่วงหลัง
3. ด้านสังคม พบว่าบริษัทตระหนักถึงความเป็นส่วนรวมกับสังคม ทั้งในด้านผลประโยชน์ร่วมหรือสภาพแวดล้อมตามธรรมชาติ ดังนั้น บริษัทจึงมีนโยบายในการลดการปล่อยของเสียและพยายามผลักดันการนำของที่สามารถนำมาใช้หมุนเวียนหรือรีไซเคิลได้เพิ่มมากยิ่งขึ้นตามนโยบายการบริหารความเสี่ยงของบริษัท
4. ด้านเทคโนโลยี พบว่าเป็นด้านที่มีการพัฒนาอย่างรวดเร็ว บริษัทได้ตระหนักถึงผลกระทบและหากมีเทคโนโลยีที่สามารถลดต้นทุนและขั้นตอนการทำงานได้ บริษัทก็พร้อมจะลงทุนเพื่อการบริหารต้นทุนตามนโยบายการบริหารความเสี่ยงของบริษัท
5. ด้านสิ่งแวดล้อม พบว่าสภาวะโลกร้อนก่อให้เกิดความแปรปรวนของสภาพอากาศและมลพิษ ซึ่งส่งผลกระทบต่อระบบนิเวศ ดังนั้น จึงทำให้ภาครัฐมีนโยบายดูแลการปล่อยของเสียสู่แหล่งน้ำหรือแหล่งธรรมชาติมากยิ่งขึ้น โดยพบว่าบริษัทมีนโยบายในการลดของเสียตามนโยบายการบริหารความเสี่ยง

6. ด้านกฎหมาย พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงล่าช้าที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับด้านอื่น ๆ และกฎหมายมักจะส่งผลกระทบต่อความยากง่ายของการผลิตและการตลาด

สรุป บริษัทมีนโยบายในการบริหารความเสี่ยงที่เข้มงวดและมุ่งเน้นใช้กลยุทธ์แบบตั้งรับตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2564 และคาดการณ์ว่าจะขยายตลาดไปยังกลุ่มลูกค้าที่เป็นธุรกิจรายย่อยมากขึ้น เนื่องจากสัดส่วนรายได้ของลูกค้ารายย่อยค่อนข้างน้อย เมื่อเทียบกับลูกค้ารายใหญ่ ดังตารางที่ 10 พบว่าสัดส่วนของลูกค้ารายย่อยมีเพียง 19.48 %

ตารางที่ 9 SWOT Analysis ของ บริษัท ยูโนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)

จุดแข็ง	จุดอ่อน	โอกาส	อุปสรรค
- คุณภาพของสินค้าสูงสินค้าได้มาตรฐานในระดับประเทศ	- มีประเภผลิตภัณฑ์น้อยชิ้นทำให้เกิดข้อจำกัดทางการตลาด	- การเติบโตของ SME ที่เกี่ยวกับการส่งออก (ผลมาจากค่าเงินอ่อน) ทำให้มีการใช้กระดาษกราฟแบบ	- การเติบโตของเศรษฐกิจที่ล่าช้า อาจทำให้การเติบโตของรายได้ลดลง
- กำลังการผลิตสูง	- การออกนโยบายใหม่ ๆ มีความล่าช้า อาจไม่ทันต่อการเปลี่ยนแปลงของนโยบายทั้งในและต่างประเทศ	- ราคาส่งออกสูงชัน	- ต้นทุนของวัตถุดิบสูงขึ้นจากค่าเงินบาทที่อ่อนลง
- ทีมผู้บริหารมีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ในอุตสาหกรรมกระดาษ	- มีการใช้มาตรการและการบริหารทางการเงินที่เข้มงวด (ไม่ก่อหนี้ระยะยาว)	- วิถีชีวิตที่เปลี่ยนไปของคนไทย ทำให้มีการสั่งของ online มากขึ้น	- นโยบายการปล่อยของเสียจากภาครัฐ ทำให้บริษัทมีการเคลื่อนตัวที่ช้าลงเกี่ยวกับการตัดสินใจเพิ่มกำลังการผลิต

ตาราง 10 Forces ของ บริษัท ยูโนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)

อำนาจต่อรองของผู้ขาย	สินค้าทดแทน	คู่แข่งในอุตสาหกรรม	คู่แข่งรายใหม่	อำนาจต่อรองของผู้ซื้อ
ต่ำ เนื่องจากบริษัทซื้อเศษกระดาษมาแปรรูปกว่า 60 % จากประเทศจีน	สูง แต่ต้นทุนอาจสูงขึ้นเนื่องจากกระดาษกราฟมีความแข็งแรงทนทาน และน้ำหนักเบากว่ากระดาษชนิดอื่น ๆ ที่มีความแข็งแรงเท่ากัน	สูง แต่บริษัทที่ผลิตกระดาษกราฟที่มีไม่มากนัก Market Share เท่ากับ 7-8 % เป็นอันดับที่ 4 ของประเทศ	คู่แข่งสามารถเข้ามาได้ไม่ยาก แต่อาจขายให้ลูกค้ารายใหญ่ค่อนข้างยาก	สูง เนื่องจากบริษัทที่สามารถผลิตกระดาษกราฟได้ปริมาณมาก และคุณภาพสูงมีไม่มาก จึงส่งผลให้ผู้ซื้อที่มีอำนาจต่อรองค่อนข้างสูงเนื่องจากส่วนใหญ่เป็นลูกค้าประจำรายใหญ่

ตารางที่ 11 โครงสร้างรายได้

กลุ่มลูกค้าของบริษัท	สัดส่วนรายได้บริษัท
กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่	48.07%
กลุ่มลูกค้ารายใหญ่	32.44%
กลุ่มลูกค้าทั่วไป	19.48%
กลุ่มลูกค้าต่างประเทศ	0.01%

ตารางที่ 12 โครงสร้างสัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์

ประเภทผลิตภัณฑ์	สัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์
กระดาษกราฟสำหรับผิวกล่อง	43.57%
กระดาษกราฟสำหรับทำลอนลูกฟูก	56.09%

องค์ความรู้ใหม่ (New body of Knowledge)

การศึกษาเพื่อต่อยอดบริษัทที่มุ่งเน้นการใช้กลยุทธ์เชิงรับ ทั้งในด้านโอกาสการเติบโตและโอกาสที่ธุรกิจที่กำลังอิมตัว จะสามารถกลับมาดำเนินกลยุทธ์เชิงรุกเพื่อขยายตลาดในอุตสาหกรรมที่สินค้ามีความคล้ายคลึงกันมากนัก พบว่า 1) การพัฒนาคุณภาพกระดาษกราฟเพื่อส่งเสริมภาคการขนส่งและโลจิสติกส์ มีผลต่อการเติบโตของรายได้หรือคุณภาพในการขนส่ง เช่น กล่องกระดาษที่แข็งแรงทนทานมากขึ้นสามารถบรรจุสินค้าที่มีน้ำหนักมากและมีความยืดหยุ่นมากทำให้ลดความเสี่ยงด้านความเสียหายในการขนส่งของภาคการขนส่งและโลจิสติกส์ นอกจากนี้ 2) พฤติกรรมของผู้บริโภคที่รักโลกมากขึ้น ทำให้ผู้บริโภคปรับเปลี่ยนไปใช้กล่องกระดาษ รวมถึงถุงกระดาษแก้วมากขึ้น ซึ่งส่งผลต่อการปล่อยของเสียสู่ระบบนิเวศที่น้อยลงและอาจสอดคล้องกับรายได้ของผู้ผลิตกระดาษกราฟที่มากขึ้นตามปริมาณการใช้งานกระดาษที่เติบโต

เอกสารอ้างอิง (References)

- กรมส่งเสริมอุตสาหกรรม. (2563). *การวิเคราะห์ 5 forces*. สืบค้น จาก <https://www.dip.go.th/en/category/2020-05-23-11-52-18/2020-10-08-10-22-13>
- กษิดิ์เดช ตรึงเกษตรสิน, เจษฎา ประสมศรี และอานนท์ วัฒนอมรูป. (2564). การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าของอัตราส่วนทางการเงินโดยใช้แบบจำลองของ Ohlson ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารนวัตกรรมธุรกิจ การจัดการและสังคมศาสตร์*. 2(3), 87-107.
- เกตุณัฏฐ์ ตั้งพลึงกุล. (2560). *กลยุทธ์การตลาดออนไลน์สำหรับเกษตรกรรายย่อย กรณีศึกษา ไร่กล้วยหอมทอง จังหวัดนนทบุรี*. สารนิพนธ์ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล.
- คำอูน เจริญยิ่ง และอัครนันท์ คัดสม. (2556). 5 Forces Model กับการวิเคราะห์ความได้เปรียบเชิงการแข่งขันสู่ประเทศสาธารณรัฐอินเดีย กรณีศึกษา บริษัท คอนเทนเนอร์ โลเนอร์ จำกัด. *วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร*. 10(1), 1-21.
- ดราวรรณ วิรุฬพล. (2555). การวิเคราะห์สภาพแวดล้อมทางด้านการเมือง เศรษฐกิจ สังคมและเทคโนโลยีของรัสเซียในช่วงการปฏิวัติ ค.ศ. 1855 - 1953 ภายใต้แบบจำลองเพสต์ (PEST). *วารสารมหาวิทยาลัยคริสเตียน*. 18(1),

54-57.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567ก). *การเปิดเผยข้อมูลตามเหตุการณ์*. สืบค้นจาก<https://www.set.or.th/th/listing/listed-company/simplified-regulations/disclosure/disclosure-material-events>ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567ข). *Oppday Q1/2024 UTP บริษัทยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)*. สืบค้นจาก<https://www.youtube.com/watch?v=x4QquBJy-6I>ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *การซื้อหุ้นคืน*. สืบค้นจาก [https://www.set.or.th/th/listing/listed-](https://www.set.or.th/th/listing/listed-company/simplified-regulations/disclosure/treasury-stocks)[company/simplified-regulations/disclosure/treasury-stocks](https://www.set.or.th/th/listing/listed-company/simplified-regulations/disclosure/treasury-stocks)ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *สองท่อนเด่น ตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (Economic Cycle)*. สืบค้นจาก<https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/315-investhow-economiccycle>ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2545). *การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน*. สืบค้นจาก<https://elearning.set.or.th/SETGroup/glossary/fundamental-analysis?lang=en>ธนภณ นิธิชาวกุล. (2565). การวิเคราะห์ SWOT Analysis กับสถิติ. *วารสารคุณภาพชีวิตกับกฎหมาย*. 18(1), 108-120.ธนวัฒน์ สุทัศน์ ณ อยุธยา. (2567). การวิเคราะห์หลักทรัพย์ กรณีศึกษา บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (มหาชน). *วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์*. 3(1), 110 – 129.ธนาคารกสิกรไทย. (2567). *เมื่อหุ้นไทยไร้อนาคต ไปต่ออย่างไรกับกองทุนหุ้นไทยที่ค้างพอร์ต*. สืบค้นจากhttps://www.kasikornbank.com/th/personal/the-wisdom/articles/pages/onward89_special-report_2024.aspxธนาคารแห่งประเทศไทย. (2566). *รายงานภาวะเศรษฐกิจไทย ปี 2566*. สืบค้นจาก<https://www.bot.or.th/content/dam/bot/documents/th/thai-economy/state-of-thai-economy/annual-report/annual-econ-report-th-2566.pdf.html>นุวีร์ ลักษณะกุลตัน. (2561). *ตลาดแข่งขันสมบูรณ์ ตลาดผูกขาด*. สืบค้นจาก<https://www.coolontop.com/competitive-market/>

นงนภัส แก้วพลอย และเฉลิมพงษ์ อัครเศรษฐการ. (2567). การวิเคราะห์หลักทรัพย์ของ บริษัท ABC จำกัด (มหาชน).

วารสารเครือข่าย ส่งเสริมการวิจัยทางมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 7(1), 127-140.

มัจฉรินทร์ วัฒนะสถิตย์ และสุภา ทองคง (2565). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนใน

หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100. *วารสารวิจัยวิทยาการจัดการมหาวิทยาลัยราชภัฏสุรินทร์*. 6(1), 1-15.สินีพร มฤคพิทักษ์. (2563). *วัชระ ชินเศรษฐวงศ์ กระดาษคราฟต์ ดันน้ำ "UTP" ฝ่าวิกฤต*. สืบค้นจาก<https://forbesthailand.com/people/the-next-tycoons>โสภณ แยมกลิน. (2567). *PESTEL Analysis คืออะไร*. สืบค้นจาก [https://www.sophony.co/strategy/pestel-](https://www.sophony.co/strategy/pestel-analysis)[analysis](https://www.sophony.co/strategy/pestel-analysis)สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2566). 56-1 : *แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี*.สืบค้นจาก <https://market.sec.or.th/public/idisc/th/Viewmore/fsr561?uniqueIDReference=>

0000004882&searchSymbol=UTP

Cashury. (2564). เทคนิคเลือกหุ้น สายปัจจัยพื้นฐาน แบบ *Top-Down Approach*. สืบค้นจาก
<https://www.blockdit.com/posts/610215e4757ad60c8a48eafb>